



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 219 celebrada el día jueves 12 de febrero de 2015

En Santiago de Chile, a 12 de febrero de 2015, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Enrique Marshall Rivera y de los Consejeros don Sebastián Claro Edwards, don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asiste a esta Sesión el Ministro de Hacienda Subrogante, señor Alejandro Micco Aguayo.

Asisten también:

Gerente General Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe,
don Juan Pablo Araya;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de División Estadísticas Subrogante,
don Francisco Ruiz Aburto;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Modelación y Análisis Económico,
don Elías Albagli Iruretagoyena;
Gerente de Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesora del Ministerio de Hacienda,
doña María Francisca Pérez Veyl;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesora de la Presidencia,
doña Natalia Gallardo Schnettler; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 219, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de agosto de 2015 se celebre el día jueves 13 de ese mes.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes para efectos de que presente el escenario internacional.



El señor Miguel Fuentes inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que Estados Unidos de América y la Eurozona han reafirmado sus rutas divergentes en materia de política monetaria, donde el Banco Central Europeo ha anunciado un plan de relajamiento cuantitativo que será algo más expansivo que lo esperado por los analistas de mercado.

Indica que en un contexto en que la inflación global ha tendido a bajar y algunas economías exportadoras de *commodities* han registrado una marcada desaceleración, varios países recortaron sus respectivas tasas rectoras y adoptaron otras medidas de política monetaria expansivas. A título ejemplar, comenta que en el día de hoy, Suecia acordó un recorte sorpresivo, llevando su tasa de instancia a valores negativos.

Asimismo, informa que las condiciones financieras para los países emergentes han empeorado, en un contexto en que los precios de las materias primas han disminuido; que los acontecimientos en Rusia y Grecia han generado bastante incertidumbre; y que se ha advertido con claridad una menor preferencia por riesgo en los mercados internacionales, que ha redundado en condiciones financieras menos favorables para los países emergentes.

En el plano geopolítico, destaca el triunfo de Syriza en las elecciones de Grecia por un margen mayor que el anticipado, y el inicio de las negociaciones para revertir las políticas de austeridad y renegociar la deuda. Hace notar que ello no se ha traducido en un incremento significativo de la volatilidad financiera en el mundo.

En materia de actividad, se observan recortes de proyecciones, especialmente en China y América Latina. En particular, alude a las correcciones a la baja del Fondo Monetario Internacional, FMI, que actualizó sus proyecciones de octubre a valores relativamente similares a los consignados en el Informe de Política Monetaria, IPoM, del mes de diciembre. En contraposición, el *outlook* para Estados Unidos de América sigue ajustándose al alza, reafirmando el mayor crecimiento que exhibiría esta economía en el año 2015.

A título de último hecho relevante del mes, menciona que los precios de los *commodities* habrían llegado a su menor valor en los últimos días. En efecto, las fuertes caídas registradas por el precio del petróleo en el mes de enero han tendido a revertirse y el precio del cobre se ha estabilizado, estimándose un precio promedio en torno a US\$3 la libra para el bienio 2015 – 2016.

El señor Miguel Fuente prosigue con su presentación haciendo referencia a los principales acontecimientos del mes en materia de política monetaria y mercados financieros, y reitera que la caída del precio de los *commodities* y la creciente holgura en la economía global han generado presiones inflacionarias a la baja en la mayor parte del mundo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara alude a recientes reportes que indican que la caída del precio del petróleo no tendría efecto alguno en la actividad mundial.

El señor Miguel Fuentes señala que la noticia más reciente va en el sentido contrario, ya que el FMI revirtió la visión algo pesimista que transmitió en su *outlook* de proyecciones, lo que daría cuenta de que subestimó inicialmente el impacto positivo de la caída del precio del petróleo en la actividad.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su exposición y manifiesta que el Banco Central Europeo anunció un programa de estímulo monetario, que contempla compras de €60 millones mensuales; y que ello, sumado a las medidas adoptadas recientemente por el Banco Nacional Suizo, gatilló movimientos expansivos en la política monetaria en diversas economías. Hace notar que lo anterior contrasta con la posición de Estados Unidos de América, tanto en materia de fundamentales como de expectativas de tasas, lo que llevaría a la Reserva Federal a iniciar la normalización de su política monetaria en el mes junio próximo. Agrega que el dólar estadounidense continuó apreciándose.



Añade que la medida del Banco Central Europeo se adoptó en un contexto de holguras bastante amplias, tasas de desempleo en niveles muy superiores a los observados a comienzos de la crisis financiera del año 2008, y expectativas de inflación que no solo se mantienen bastante bajas, sino que siguen decayendo. Acota que el plan es bastante ambicioso e intenta reconstruir el balance a los niveles registrados a comienzos del año 2012.

Por otra parte, manifiesta que las menores presiones inflacionarias globales se han corregido consistentemente a la baja en los últimos dos meses, excepto en América Latina, lo que ha llevado a los bancos centrales, particularmente de países desarrollados, a introducir recortes de tasas inesperados. Destaca que Brasil es la única economía disonante, al ajustar sus tasas al alza en un contexto de inflación creciente.

A juicio del Consejero señor Sebastián Claro, estos sorpresivos recortes de tasas podrían responder a una perspectiva de baja inflación hacia adelante, pero mayormente a objetivos cambiarios para evitar una apreciación excesiva frente al euro. En este sentido, indica que las medidas adoptadas por el Banco Nacional Suizo apuntan claramente en esa dirección, a lo que se agrega que otros países europeos, atendidas consideraciones de orden cambiario, han ido en tándem con el Banco Central Europeo en materia de política monetaria.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon, si bien comparte el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro, cita el caso del Banco Central de Suecia que, pese a la depreciación que exhibe su moneda frente al euro, bajó su tasa rectora para enfrentar el problema de baja inflación.

En su opinión, se conjugan objetivos cambiarios y diferencias de ciclo entre una economía y otra que hacen difícil mantener tipos de cambio más rígidos. Además, se debe considerar que en varias economías, excepto el Reino Unido y Estados Unidos de América, se advierten fuertes presiones inflacionarias a la baja, que se intensifican en este contexto de caída del precio del petróleo. Luego, si bien se observa una suerte de guerra de monedas, el problema inflacionario todavía es relevante en varias economías, no solo en la Eurozona.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón tiende a coincidir mayormente con el argumento del Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a que si bien hay razones inflacionarias que explican estos recortes de tasas, la principal motivación es la falta de competitividad de sus monedas.

A juicio del Consejero señor Pablo García, se debe distinguir el caso suizo del resto de las economías. Expresa que el Banco Nacional Suizo no bajó su tasa de instancia con el objeto de depreciar su moneda o porque su inflación es muy baja, sino que para amortiguar en algún grado el abandono de su compromiso cambiario. En su opinión, los suizos están dispuestos a asumir un efecto deflacionario producto de la apreciación y que su economía se va a frenar. Luego, su reacción de política monetaria busca compensar parcialmente estos efectos.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación señalando que en materia de política monetaria, el mercado anticipa que la Reserva Federal será más paciente que lo que ella misma ha sugerido. De hecho, el mercado espera que la tasa de instancia se ubicará en torno a 2% hacia el final del horizonte, en 2017, mientras que el *Federal Open Market Committee* de la Reserva Federal, FOMC, ha declarado que será más cercana a 4%.

Manifiesta que en lo más reciente, los buenos indicadores de la economía norteamericana, particularmente en materia de empleo, han inducido un alza importante de la tasa del bono a 10 años, cercana a 15 puntos base en pocos días, en un contexto en que la volatilidad de este instrumento financiero ha aumentado significativamente.



Hace presente que al descomponer los factores que explican la caída de los bonos largos en Estados Unidos de América, se advierte una comprensión de premios por plazos relevante, que incluso serían negativos según las estimaciones de la Reserva Federal de Nueva York. Enfatiza que es un riesgo que se ha advertido en Reuniones previas, ya que su eventual reversión podría tener consecuencias importantes en las tasas externas e impactos cambiarios significativos en Chile.

Por otra parte, destaca la manifiesta divergencia entre Estados Unidos de América y la Eurozona en materia de perspectivas económicas, medidas por las diferencias entre los PMI y producción industrial. A ello se suma que el primero recuperó los niveles de empleo registrados antes de la crisis, mientras que Europa está bastante lejos de alcanzarlos, dando cuenta del estancamiento de su economía.

Asimismo, hace notar que los costos laborales y la inflación importada no son consistentes aún con presiones inflacionarias inminentes en Estados Unidos de América, lo que podría cambiar el *timing* de la Reserva Federal. De hecho, pese a la notoria baja de la tasa de desempleo, los costos laborales han seguido aumentando en torno a 2%.

Añade que la mayor fortaleza del dólar y el menor precio del petróleo explican los menores precios de las importaciones en dicha economía y que estos exhiban tasas de crecimiento muy acotadas.

Informa que en el contexto de políticas monetarias más expansivas, las monedas continúan depreciándose frente al dólar estadounidense. El peso chileno, en tanto, que había perdido valor en el último mes, se ha apreciado durante la presente jornada, registrando una variación prácticamente nula respecto de la Reunión anterior.

En lo concerniente a las novedades geo-políticas, indica que el resultado de las elecciones presidenciales en Grecia, si bien fue anticipado, generó volatilidad en el mercado local, observándose caídas bursátiles y nuevos aumentos de los *spreads*, pero no se habría traspasado hacia otras economías, incluso europeas, porque la mayor parte de la deuda griega está en poder de instituciones gubernamentales.

Resalta que las autoridades griegas han mostrado una actitud bastante dura en sus negociaciones y, de hecho, hoy día no habrían llegado a acuerdo con el Comité de Ministros de Finanzas de la Unión Europea. De todas maneras, según la visión de la Gerencia de División Estudios, se llegará a acuerdo porque Grecia ya realizó gran parte del ajuste macro, donde la cuenta corriente pasó de un déficit de 15% del producto en el año 2007 a un cierto equilibrio este año, lo mismo que el déficit fiscal; y los salarios respecto a Alemania también se han ajustado en forma importante. Además, su sistema bancario, que ha sido especialmente golpeado por la volatilidad en las últimas semanas, depende en forma casi única de las líneas de crédito que le puede proveer el Banco Central Europeo. Por lo tanto, los riesgos de un colapso en el sistema financiero y el ajuste ya realizado incentivarían a las autoridades griegas a negociar.

El Presidente señor Rodrigo Vergara considera compleja la posibilidad de un acuerdo, porque el nuevo gobierno tiene un mandato y difícilmente lo moderarán. Luego, los griegos podrían terminar fuera del euro.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta su concordancia con lo planteado precedentemente. En este sentido, señala que los impactos financieros de este conflicto sobre el resto de Europa han sido mucho menores que en el episodio anterior, y Grecia está mucho más aislado, porque la mayor parte de su deuda está en manos del sector público. Además, Syriza tiene un mandato muy claro, pero poca experiencia en el ejercicio del poder; luego, el peligro de equivocación es altísimo.



El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y señala que las elecciones griegas, la tensión en Ucrania y los problemas en Petrobras han tenido efectos bastante acotados en la volatilidad financiera.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que los efectos acotados en la volatilidad financiera serían a nivel global, no así en Grecia, Ucrania y Brasil. En su opinión, sería conveniente separar el efecto agregado del efecto individual.

El señor Miguel Fuentes hace notar que los EMBI en los demás países europeos han tendido a reducirse; que el indicador de condiciones financieras de Chile también ha mostrado alguna caída; y que el VIX ha disminuido levemente frente al cierre de la RPM anterior.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación haciendo referencia a los principales acontecimientos en materia de precios de *commodities*.

En primer término, indica que los precios han tenido movimientos mixtos, destacando la recuperación del precio del petróleo y de la gasolina. Por su parte, el precio del cobre exhibe un alza en lo que va corrido de la presente jornada que lo situaría en un nivel similar al observado en la Reunión anterior; y los precios de alimentos, como los del trigo y arroz, han experimentado algunas caídas. Asimismo, destaca la perspectiva de una baja significativa en el precio de la carne en los mercados internacionales, impulsada por menores precios en Brasil, que suponen un impacto positivo en Chile dado que este país es nuestro principal proveedor de carne importada.

Con respecto a los fundamentales del cobre, siguen mostrando un mercado relativamente estrecho en términos del balance de oferta y demanda, que es inconsistente con el ajuste de precios que se ha observado en lo más reciente. En este sentido, hace notar que el dato de importaciones de China del mes de enero es superior a los promedios históricos, pero menor que el del año pasado, cuando alcanzó el valor máximo desde el año 2010 por el traslado del Año Nuevo chino.

Agrega que los inventarios en bolsa que se reportan en forma pública siguen mostrando alzas respecto de los valores, muy bajos, de fines del año pasado.

A este respecto, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta su prevención en cuanto a la veracidad de las cifras de inventarios totales. De hecho, llama la atención sobre los datos recientes, ya que en el último mes y medio han subido desde 250.000 a 450.000 toneladas métricas.

El señor Miguel Fuentes alude también a las proyecciones de balance, que es relativamente ajustado para este año de acuerdo con los nuevos reportes del *Copper Research Unit*, CRU.

Asimismo, hace presente que si bien las últimas proyecciones de precio se han ajustado a la baja, las realizadas por distintos bancos de inversión, excepto Goldman Sachs que anticipa un precio promedio de US\$250 centavos la libra, lo sitúan entre US\$280 y US\$300 centavos la libra para el presente año, previéndose una recuperación a partir de la primera semana de marzo, cuando finalicen las celebraciones del Año Nuevo chino.

Por otra parte, consigna que el precio del petróleo ha rebotado, impulsando los futuros. Resalta, en todo caso, que los pronósticos exhiben una mayor dispersión, reflejando la incertidumbre en cuanto al efecto de las reducciones de oferta sobre el precio y también los problemas de demanda. A título ejemplar, comenta que Barclays anticipa precios en torno a US\$45 el barril para el presente año, mientras que otros bancos de inversión proyectan un repunte hasta valores en torno a US\$70 el barril.



Por último, hace notar el rebote que ha registrado el precio del petróleo Brent en las últimas dos semanas, debido a la explotación de un número menor de pozos en Estados Unidos de América. En este sentido, la decisión de la OPEP de dejar de restringir su producción con el objeto de afectar el precio del petróleo y sacar a los productores marginales del mercado, fundamentalmente de Estados Unidos de América, ha tendido a cumplirse y podría explicar el rebote del precio del crudo.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación destacando las principales noticias en materia de actividad.

En primer término, señala que el FMI recortó sus proyecciones de crecimiento mundial para el año 2015 desde 3,8% a 3,4%, y desde 4% a 3,7% para el año 2016, donde destacan los recortes para América Latina y China, que por primera vez crecería bajo 7% este y el próximo año. Agrega que en relación con las proyecciones consignadas en el último IPoM, el mercado se muestra más optimista respecto de Estados Unidos de América y algo más pesimista respecto de China y Latinoamérica.

En segundo lugar, indica que el PIB de Estados Unidos de América del cuarto trimestre de 2014 alcanzó a 2,6% en términos anualizados, inferior al 3% esperado por el mercado, por una menor inversión y crecimiento externo: y que el consumo privado estaría impulsando la recuperación. Por su parte, los datos de empleo de los meses de noviembre y diciembre se corrigieron al alza, lo que fue muy bien recibido por el mercado.

Con respecto a China, precisa que el PIB cerró el año 2014 en 7,4%, levemente por debajo de la meta, pero superior a lo anticipado. Resalta también el rebalanceo entre sectores de actividad, donde los más ligados al consumo exhiben mayor dinamismo y los relacionados con la inversión pierden preponderancia.

Por último, comenta que en América Latina, las cifras más recientes ratifican la debilidad de la demanda; no obstante, el desempeño de la inflación se mantiene estable, salvo en México, donde se ha desacelerado. Agrega que en Brasil, las perspectivas se han corregido sistemáticamente a la baja, esperándose un crecimiento nulo o negativo y una inflación superior a 7% este año, esto es, por sobre el rango meta.

A continuación, se refiere específicamente a América Latina, donde se advierte un cuadro de desaceleración de la actividad; la inflación no registra mayor variación, excepto en México, donde ha respondido mayormente al descenso del precio de los combustibles; las tasas de desempleo se mantienen bajas; y los indicadores de confianza del consumidor no repuntan.

Al finalizar su presentación, el señor Miguel Fuentes menciona que Brasil terminó el año 2014 con un déficit primario levemente negativo, y que la meta de superávit primario que ha anunciado el nuevo gobierno de la Presidenta señora Dilma Rousseff contemplaría un alza de impuestos y una reducción de subsidios, en particular para la gasolina, lo que tendría efectos importantes sobre la inflación y la actividad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del señor Miguel Fuentes y, a continuación, concede la palabra para consultas y comentarios.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que los datos de actividad de Europa y Japón serían algo mejores que lo esperado. En su opinión, estas economías podrían exhibir sorpresas al alza en los próximos meses atendido el efecto combinado de ser relativamente abiertas, la depreciación registrada por sus monedas frente al dólar, y ser, además, las principales beneficiadas de la caída del precio del petróleo.



El Vicepresidente señor Enrique Marshall plantea que de los antecedentes expuestos se colige una economía global con algún grado de fortaleza. En efecto, los precios no se han derrumbado; las situaciones de riesgo geopolítico en Europa han tenido efectos acotados; China sigue creciendo dentro de rangos ajustados; y el balance de los mercados financieros tampoco refleja grandes preocupaciones. En su opinión, se advierte un grado de fortaleza que permite ser medianamente optimistas, aunque reconoce que también se observan algunos riesgos.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón resalta que los premios por plazo en Estados Unidos de América se encuentran en sus niveles mínimos. A su juicio, no aumentarán, porque las nuevas regulaciones han obligado a los bancos e instituciones a comprar un volumen mayor de títulos libres de riesgo; por la continua compra de reservas por parte de los bancos centrales y la mantención de sus tenencias en dólares; y porque el sector fiscal estadounidense está convergiendo y, por lo tanto, la oferta de títulos es menor que en el pasado.

Por otra parte, llama la atención que en esa economía los salarios se han acelerado en el margen y que ello no se ha traducido en mayor inflación; de hecho, la inflación *core* está muy baja y las expectativas cinco en cinco están en niveles mínimos. A este respecto, comenta que según Larry Summers, ello se debe a que el ingreso disponible es hoy 5% menor que en el año 2009, ya que el trabajo *part-time* ha aumentado y, por lo tanto, los recursos para gastar han disminuido.

A su juicio, esas serían las razones por las que el mercado prevé que las tasas largas seguirán bajas.

En cuanto a la tasa de instancia, cree que la Reserva Federal acordará una primera alza en junio próximo, acompañada de una señal de que futuras alzas se materializarán de manera mucho más lenta; y que la llevará a su nivel neutral en un plazo mucho mayor que lo reflejado en sus proyecciones.

El señor Alberto Naudon confirma lo planteado por el Vicepresidente señor Enrique Marshall en cuanto a que el impulso externo sería positivo, a pesar del menor precio del cobre. Lo expresado, por la caída del precio del petróleo y la recuperación de la actividad mundial, en línea con lo consignado en el IPoM del mes de diciembre.

Agrega que algunas noticias en el margen son bien variadas y no reflejan un claro cambio de tendencia, razón por la que el *outlook* consignado en el último IPoM no ha cambiado. A título ejemplar, señala que el dato de producción industrial del mes de diciembre en la Eurozona fue levemente negativo, más que lo esperado, y que el dato de las ventas *retail* en Estados Unidos de América también fue peor que lo anticipado; pero, por otro lado, también se han conocido datos positivos, especialmente los ligados al mercado del trabajo en Estados Unidos de América y a la confianza en la Eurozona.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concluye que el escenario consignado en el último IPoM no ha variado mayormente. En materia de riesgos, cita los relacionados con Ucrania, los *commodities* y China; y tratándose de noticias positivas, expresa que Estados Unidos de América tendría un año mejor que el pasado, con cifras de desempleo particularmente bajas. Por último, plantea que la Reserva Federal subirá las tasas, pero con un discurso algo más moderado.

No habiendo más consultas ni comentarios en lo concerniente al escenario internacional, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la exposición del escenario interno.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 219

Página 8 de 22

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación refiriéndose a los hechos destacados del escenario interno acontecidos desde la Reunión anterior.

Hace presente que el desempleo registró una nueva baja y que los salarios nominales aumentaron, dando cuenta de un mercado laboral estrecho. No obstante, el empleo privado y algunos indicadores complementarios del mercado laboral muestran señales de debilidad.

En materia de actividad, manifiesta que el Imacec del mes de diciembre registró un crecimiento mayor que el proyectado, pero no modifica en lo fundamental el escenario de actividad de corto plazo contemplado en el último IPoM.

Señala que el registro de inflación del mes de enero fue de 0,1%, impulsado por un aumento de 0,7% del componente SAE, lo que ubicó a la inflación core en 4,8% anual, esto es, media décima superior a lo consignado en dicho Informe. Agrega que la inflación negativa en el ítem combustibles contribuyó a atenuar el registro de enero, y que las expectativas de inflación de mercado se corrigieron al alza en respuesta al registro de dicho mes, aunque continúan siendo inferiores a las proyecciones internas.

A título de últimos hechos destacados del período en el ámbito interno, informa que el mercado descarta recortes de la Tasa de Política Monetaria, TPM, y que las tasas reales han llegado a sus mínimos históricos.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su exposición refiriéndose a la evolución del mercado laboral. Sobre el particular, expresa que el INE reportó una nueva disminución de la tasa de desempleo, que se ubicó en 6% en el mes de diciembre; y una caída del registro para el Gran Santiago, que contrasta con el indicador comparable medido por la Universidad de Chile, que dio cuenta de un alza para igual período. Comenta que mediciones no públicas del INE, como la tasa de desempleo marginal, mostraron un aumento importante en diciembre, pero se espera que una vez que pase el efecto estadístico de los meses de octubre y noviembre, cuyo registro de desempleo fue relativamente bajo, la tasa de desempleo sea algo mayor en los meses siguientes.

En relación con el empleo asalariado medido por el INE, se observa un bajo crecimiento del empleo privado, con disminuciones en los sectores industria, construcción y minería; en contraposición, los sectores público y agrícola presentan las mayores contribuciones al crecimiento de dicho indicador. De hecho, el empleo agrícola muestra una recuperación y exhibe los niveles observados antes de la sequía que lo afectó en el año 2013.

Hace notar que el índice de puestos de trabajo, medido por el INE en su encuesta de salarios y en el cual predominan las empresas privadas por sobre las del sector público, registra una tasa de crecimiento negativa en doce meses. Asimismo, otros indicadores complementarios también son coherentes con una mayor debilidad del mercado laboral, como el índice de vacantes, que exhibe una caída en torno a 35% en doce meses; las solicitudes de cesantía, que mantienen una tasa de crecimiento anual cercana a 15%; y las preguntas sobre situación del empleo de las encuestas de expectativas de empresarios y de consumidores, que muestran un deterioro que tiende a anticipar la evolución del empleo en los meses siguientes.

Con respecto a los salarios, manifiesta que crecieron 1,3% en términos nominales en diciembre, mes que se caracteriza por la presencia de factores estacionales; que su tasa de crecimiento anual se aceleró; y que se sigue observando la heterogeneidad sectorial. En efecto, los salarios del sector servicios financieros exhiben un aumento muy significativo en su tasa de crecimiento, superior al 8%, lo mismo que los salarios de la industria y comercio. En su opinión, esta evolución se debería al efecto de indexación de los salarios. Por último, informa que según los modelos de proyección utilizados, las mayores tasas de desempleo incidirán en los salarios con un rezago de cuatro trimestres, aproximadamente.



En materia de actividad y demanda, consigna que el IMACEC de diciembre alcanzó un crecimiento anual de 2,9%, ubicándose sobre las expectativas de mercado y de la proyección interna; no obstante, no cambia en lo fundamental la visión para el año en curso. Añade que esta sorpresa positiva se explica mayormente por el crecimiento del PIB Resto, cuyo registro fue casi una décima superior a lo proyectado.

Comenta que al desagregar dicha sorpresa por sectores, se advierte que el agro-silvícola presenta la mayor incidencia en el sector resto—0,3%—, por un comportamiento extraordinario de la producción de cerezas y arándanos que se reflejó en las exportaciones de diciembre. Lo sigue el sector comercio, que aportó 0,2% a dicha sorpresa al registrar una variación interanual de 3,6%, asociada a mayores ventas de automóviles producto de una rebaja agresiva de precios y la anticipación de compras por la entrada en vigencia del impuesto verde en el mes de diciembre. Resalta también la contribución de la administración pública, que creció 3 puntos porcentuales más de lo esperado; no obstante, su incidencia sobre el Imacec es de solo una décima. Por su parte, los servicios personales, que agrupan el gasto en salud y educación del sector público, sorprendieron a la baja en igual magnitud, por lo que ambos efectos tendieron a cancelarse.

El señor Miguel Fuentes plantea que las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, han empeorado y se mantienen en niveles pesimistas. En efecto, en perspectiva futura, las expectativas también registraron una caída importante, lo que representa un riesgo que estará presente en la elaboración de las proyecciones para el próximo IPoM. Añade que este indicador será monitoreado con especial atención dado que la esperada recuperación de expectativas durante el horizonte de proyección no se estaría materializando.

Con respecto a la masa salarial real, se espera una contribución de los salarios reales levemente superior a 2,5% para el presente año y, en menor medida, del empleo, porque se ha asumido que este seguirá creciendo a tasas reducidas. Añade que los fundamentos del consumo no apuntan a una aceleración relevante para este ejercicio.

Por otra parte, informa que las expectativas empresariales subieron alrededor de 3 puntos en el mes de enero, impulsadas por los sectores industria y comercio, aunque con un retroceso en construcción. Sin embargo, estas aún se mantienen en niveles pesimistas, bajo los 50 puntos en todos los sectores.

Hace presente que el Catastro de Inversión de la Corporación de Bienes de Capital del cuarto trimestre de 2014 consigna que la proyección referida a la construcción y obras se corrigió a la baja para el próximo quinquenio por una menor inversión en minería no cobre, básicamente por problemas en plantas de Soquimich. Destaca que esta corrección es de una magnitud menor que la contemplada en el informe del trimestre previo y que no cambia de manera relevante el panorama de inversión para el presente año.

Por su parte, la formación bruta de capital fijo, específicamente el componente maquinarias y equipos, no registró mayor variación en enero, en tanto que las importaciones de bienes de capital mostraron un leve repunte en diciembre en términos desestacionalizados por el ingreso de aviones, que tendieron a revertirse en enero. Acota que hay un efecto base de comparación, que no se aprecia en las cifras desestacionalizadas, que podría afectar positivamente el indicador de febrero.

En relación con los indicadores de edificación, destaca un repunte en el margen, explicado principalmente por los permisos valorados. Asimismo, los indicadores más duros del sector, como despacho de hormigón y ventas proveedores, comenzaron a exhibir una tendencia de crecimiento positivo en el mes de diciembre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 219

Página 10 de 22

El señor Miguel Fuentes señala que se mantiene la percepción de inventarios excesivos y que los stocks de cobre han disminuido. En efecto, las cifras de exportaciones y producción en unidades físicas dan cuenta de una desacumulación de inventarios en el último trimestre del año 2014.

En lo concerniente a las cifras fiscales, informa que la ejecución presupuestaria del gasto público fue algo superior a la contemplada en el último IPoM, alcanzando a 101,2%, y que su componente más dinámico fue la inversión total, que se ejecutó en 106%.

Con respecto a los datos de comercio exterior, resalta el dinamismo de las exportaciones en el mes de enero, explicado en gran parte por el crecimiento de los envíos mineros, en torno a 50% en términos nominales, por un efecto base de comparación respecto de igual mes del año anterior, cuando la paralización de puertos en el norte del país incidió fuertemente en este indicador. Por su parte, las importaciones vuelven a presentar un crecimiento negativo en todos sus componentes.

En materia de proyecciones de corto plazo, informa que el PIB Resto se ha corregido levemente al alza respecto de lo consignado en la RPM anterior y en el último IPoM y crecería en torno a 2,4% en el segundo trimestre del año. Hace presente que dicho aumento se explica por un crecimiento mayor que el esperado del sector agrícola y comercio, en tanto que en el sector construcción no hubo mayores sorpresas. Agrega que el PIB de recursos naturales, tendría un crecimiento algo menos expansivo que el proyectado en el IPoM, como resultado de cambios en el plan de generación de energía que corrige a la baja el crecimiento esperado para el sector EGA. Por su parte, la demanda final se ajusta al alza por un mayor dinamismo del consumo privado mientras que la inversión continúa débil. Anticipa que el IMACEC crecería en torno a 2,2% anual en enero y en similar magnitud en los meses siguientes, corrigiéndose al alza el primer trimestre en torno a 3 décimas.

En relación con el mercado financiero, el señor Miguel Fuentes manifiesta que el tipo de cambio se depreció 0,7% desde la RPM anterior, cifra por debajo de lo que sugieren sus fundamentos. Agrega que al cierre estadístico de la presente Reunión, el tipo de cambio real se ubicó en 97,8 y exhibía una depreciación menor que la canasta de monedas de exportadores y de economías latinoamericanas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita la opinión del Gerente de División Operaciones Financieras respecto de la evolución del tipo de cambio.

El señor Beltrán de Ramón informa que desde una perspectiva de corto plazo, los spreads asociados a financiamiento en dólares, como el *on shore* y *basis*, se han reducido entre 7 y 30 puntos base desde la última Reunión, lo que sugiere una entrada de dólares importante al país, situación que difiere de la de otras economías, como Brasil, Colombia o Perú, donde se observan salidas de capital.

El señor Matías Bernier complementa el análisis señalando que desde el punto de vista de flujos, la cuenta financiera en seis meses se encuentra equilibrada, toda vez que las salidas de capital de los inversionistas institucionales se han visto compensadas con ingresos de dólares por concepto de endeudamiento externo de entidades corporativas. Añade que los instrumentos derivados han sido el único flujo de salidas de inversionistas institucionales para fines de cobertura, en línea con su posicionamiento actual. De este modo, señala que, en la práctica, no se advierte un impacto ni por instrumentos financieros derivados ni por flujos reales de la magnitud observada en otros países de Latinoamérica.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación destacando el registro de inflación del mes de enero de 0,1%, que sorprendió al alza por un crecimiento mayor al anticipado en precios en frutas y verduras, en especial tomates y papas, y un aumento de la inflación de bienes SAE.



Agrega que desde el último IPoM, cerca del 60% de la mayor inflación SAE acumulada a enero se encuentra asociada a movimientos cambiarios, mientras que el 40% restante a elementos puntuales, como las tarifas del Transantiago, cuyo incremento se esperaba para marzo, y el alza de cigarrillos vinculada a la reforma tributaria. Hace notar que los menores precios de combustibles no se habrían traspasado a servicios de transporte. Con todo, indica que la inflación de componentes SAE se mantendría en niveles similares a los actuales, en línea con la depreciación cambiaria y la trayectoria de los salarios.

Comenta que los indicadores de tendencia inflacionaria, como el TMVC, que es una media podada del IPC que excluye las subclases más volátiles, esto es, el 30% que presenta las mayores alzas y el 30% con las mayores bajas, exhibe una disminución en el margen, lo que sugiere que la volatilidad reciente se ha debido a un shock en algunos elementos relevantes, como cigarrillos y alimentos, más que a una aceleración de precios generalizada.

En relación con los indicadores de tendencia inflacionaria, el Consejero señor Pablo García señala que, en su opinión, lo fundamental es conocer su capacidad para predecir el IPC total, por lo que plantea la conveniencia de profundizar en este aspecto con miras a la elaboración del próximo IPoM.

El señor Miguel Fuentes expresa que estas medidas tienen poder predictivo del IPC, y que tanto la media podada como otros indicadores de tendencia coinciden en que la inflación tendería a disminuir.

Hace notar que la inflación esperada de corto plazo se corrige al alza en más de medio punto para los próximos seis meses, y que la mayor parte de esta corrección se explica por el componente energía, básicamente por el mayor precio internacional de combustibles. En cuanto al componente electricidad, indica que el efecto de mayor inflación esperado para los meses de abril, mayo y junio, se anticipa a febrero, lo que no significa un cambio en el horizonte de corto plazo, sino que una transferencia entre meses.

Añade que la proyección de inflación SAE se corrige al alza por efecto de algunos bienes que todavía tienen espacio para ajustarse dada la mayor sorpresa positiva y el sector automotriz, que en febrero está mostrando un incremento algo mayor que el anticipado.

Con todo, señala que las proyecciones internas ubican la inflación por sobre el rango meta en el horizonte de corto plazo, y que la evolución de la inflación SAE retardará la convergencia hacia la meta, la que se lograría recién a fin de año.

Hace presente que las expectativas de inflación se han ajustado al alza, aunque se mantienen por debajo de la estimación interna. Destaca que las encuestas de expectativas, en particular la Encuesta de Operadores Financieros para el decil 1, reflejan un alza importante al igual que los seguros de inflación en su curva 1 en 1, que aunque habían comenzado a ajustarse, reaccionaron ante la cifra de IPC del mes de enero.

Al concluir su presentación, el señor Miguel Fuentes señala que se han disipado las expectativas de baja de la TPM y que se observa una mayor fluctuación de las mismas, con una corrección al alza respecto de la curva previa; que las tasas de los BCU-2 y BCU-5 exhiben una caída importante; y que más del 80% de quienes respondieron la Encuesta de Expectativas Económicas espera una mantención de la TPM en la presente Reunión, porcentaje que sube a 100% tratándose de la encuesta Bloomberg y la Encuesta de Operadores Financieros.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes y, a continuación, ofrece la palabra para consultas y comentarios.



El Consejero señor Sebastián Claro comparte el análisis presentado en materia de actividad y que apunta a la mantención del escenario proyectado en el último IPoM. Destaca como un elemento positivo que los últimos datos confirmarían que el mayor deterioro de la actividad, observado mes a mes desde el segundo semestre de 2014, se ha detenido, tal como se venía anticipando en Reuniones previas.

Indica, además, que los últimos datos de empleo y de salarios han afianzado la discusión sobre brecha de actividad y estrechez del mercado laboral. En esa línea, considera relevante profundizar la discusión en cuanto a que si el impacto cambiario se asocia a una depreciación mayor que la prevista del tipo de cambio o a un coeficiente de traspaso mayor, opción que a su juicio es más probable dado el escenario global y los patrones históricos.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta su preocupación por la evolución de la inflación. Expresa que, contrariamente a lo esperado, la mayor sorpresa inflacionaria del primer semestre de 2014 no se revertido en lo que va corrido del presente año, generando un cierto grado de inquietud.

El Consejero señor Pablo García concuerda con lo planteado precedentemente en el sentido que el principal foco de preocupación debe ser la inflación, especialmente por la proximidad del IPoM. Indica que la depreciación real ha sido muy distinta de la depreciación nominal, lo que no se ha visto reflejado en los modelos de proyección. A su juicio, la depreciación real ha sido consistente con el ajuste macroeconómico que se ha observado; sin embargo, el efecto inflacionario ha estado más en línea con la depreciación nominal debido a la existencia de una serie de productos y servicios vinculados al dólar que no han visto compensados por una inflación externa negativa. Dado este escenario, considera relevante saber si la menor inflación internacional en dólares se va a materializar en menores presiones inflacionarias domésticas, en especial, porque buena parte del aumento de la inflación se ha dado en servicios y bienes que no son tan transables como lo son, por ejemplo, los paquetes turísticos.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que el foco de preocupación más importante debe ser la inflación y la explicación que se dará al mercado de las sorpresas que se han registrado en lo más reciente. Considera que el próximo IPoM será una buena ocasión para ordenar estos elementos, y que juega a favor del Banco la prudencia que ha caracterizado sus decisiones de política. Asimismo, destaca que el diagnóstico del mercado se ha ido aproximando al interno, y plantea como desafío futuro la revisión de la metodología de brechas de actividad dado los cambios en ciertas variables relevantes, como, por ejemplo, el mercado laboral.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que el escenario internacional y la actividad se encuentran dentro de los rangos contemplados en el último IPoM, con noticias positivas por el lado de la economía norteamericana y una revisión de la actividad interna del primer trimestre marginalmente al alza; y que se consolida el diagnóstico de una actividad que deja de caer. Manifiesta su preocupación por una convergencia de la inflación al interior del rango meta que se ha aplazado más allá de lo previsto. A su juicio, la discusión debería centrarse en la inflación, profundizando sobre algunas interrogantes que han surgido del análisis presentado en esta Reunión, como el impacto cambiario, la medición de brecha o cambios en el mercado laboral y su efecto sobre la evolución de la inflación.

El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon precisa que en el último IPoM se trabajó con una brecha de actividad levemente superior a 2%, cuyo impacto principal se da en las proyecciones de inflación de mediano plazo hacia adelante.



Señala que en el corto plazo, el impacto de la brecha tiene menor relevancia y que es más determinante lo que ocurra en el mercado laboral. Destaca que el segundo elemento relevante es la elasticidad relativamente baja entre brecha de actividad e inflación, que está entre 0,2 – 0,3, que hace difícil explicar que esta mayor inflación se deba a un fenómeno de brecha.

Agrega que los errores en la medición de inflación han estado ligados mayormente a elementos asociados a tipo de cambio, tanto en bienes como en servicios, y que, adicionalmente, se ha producido un shock cambiario, con aumentos sostenidos del tipo de cambio en los últimos doce meses. A su juicio, ello puede tener dos efectos: la presencia de shocks adicionales, y una percepción de aumento sostenido del tipo de cambio por parte de personas y empresas, que provoca un traspaso más rápido.

Por último, menciona que en la proyección de inflación de corto plazo se toma en cuenta el tipo de cambio nominal, dado que la mayoría de los precios están fijados en dólares, incluyendo los de bienes. Para el mediano plazo, en cambio, se utiliza el tipo de cambio real que, en definitiva, es lo relevante. Por ello, afirma que la convergencia de mediano plazo de la inflación no está en riesgo, pero será más lenta por el mayor impacto del tipo de cambio nominal en el corto plazo.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 14:00, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que se reiniciará a las 16:00 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 219, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda Subrogante señor Alejandro Micco Aguayo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de agosto de 2015 se efectuará el día jueves 13 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Alberto Naudon inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.

Hace presente que en el plano externo, los bajos niveles de inflación y crecimiento terminaron por gatillar el inicio del programa de relajamiento cuantitativo en la Zona Euro; que, con posterioridad, otras economías también decidieron ampliar su estímulo monetario, generando un panorama en el que la liquidez global seguirá aumentando; y que la excepción más importante fue Estados Unidos de América, donde las condiciones de actividad e inflación sugieren que sus autoridades comenzarán el retiro gradual del estímulo monetario durante este año. Añade que durante el mes, el dólar se apreció y las tasas de los bonos del Tesoro subieron, en un mercado donde la volatilidad ha aumentado, los premios por plazo siguen bajos, y los agentes todavía apuestan a un retiro más lento de los estímulos que lo sugerido por la Reserva Federal.

Indica que en este contexto, las monedas de la mayoría de los países se depreciaron respecto del dólar, pero que a pesar de la agudización de ciertos eventos geopolíticos durante el mes, no se observaron cambios relevantes en los premios por riesgo ni reversiones importantes de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Expresa que a juicio de la Gerencia de División Estudios, esto no significa que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América no vaya a presentar desafíos importantes para las economías emergentes, especialmente para aquellas cuyo financiamiento está más ligado al mercado dólar y cuyo ciclo económico difiere del de dicho país o donde la inflación es más elevada.



En materia de actividad, señala que las noticias siguen mostrando los efectos contrapuestos de los beneficios del menor precio del petróleo, por una parte, y el negativo efecto del bajo dinamismo de la inversión, por otra. No obstante, la evolución de la economía internacional es consistente con una recuperación de la actividad en el mundo, en línea con las proyecciones del IPoM del mes de diciembre. Agrega que las noticias también reafirman el menor dinamismo en América Latina y China, donde pareciera que en el *trade off* entre vulnerabilidades y crecimiento, la contención de las vulnerabilidades ha ganado terreno; que las dudas sobre el crecimiento en China pueden explicar, en parte, el hecho que el precio del cobre no repunte, a pesar que la mayoría de los analistas consideran que las condiciones fundamentales así lo justifican; y que el precio del petróleo, en cambio, ha tendido a aumentar en lo más reciente, pero todo indica que permanecerá en niveles no muy distintos de los actuales por un tiempo prolongado.

En este contexto, se espera que la economía externa continúe proveyendo un impulso moderado a la economía local, a pesar del marcado deterioro del precio del cobre. Sin embargo, advierte que el riesgo de eventos que generen una mayor depreciación del peso siguen presentes —quizás con mayor probabilidad que hace algunos meses atrás—, dada la mayor divergencia entre la política monetaria de las principales economías desarrolladas, los mayores riesgos geopolíticos, el menor precio de *commodities*, las dudas sobre la evolución de la economía china y los bajos niveles de premios financieros observados.

El señor Alberto Naudon consigna que en el plano local, la inflación sorprendió en el mes de enero con un registro mensual de 0,1%, esto es, 0,2% por sobre la estimación interna y 0,4% por sobre la de mercado; y que el fenómeno más notorio sigue siendo el comportamiento de la inflación subyacente, algo que se ha destacado en varias Reuniones anteriores. En efecto, en el mes de enero, la inflación SAE marcó una variación de 0,7% mensual, acumulando una sorpresa de 0,5% respecto de la estimación contemplada en el IPoM en solo un par de meses, sorpresa que ha sido compensada por la menor inflación de combustibles en la medición del IPC total.

Manifiesta que el análisis interno sugiere que el mayor dinamismo de la inflación subyacente está ligado principalmente a la evolución del tipo de cambio, cuya mayor incidencia estaría relacionada con la mayor persistencia de los *shocks* cambiarios en un escenario donde, además, las holguras de actividad podrían ser algo menores, como lo sugiere la evolución del mercado laboral.

En línea con lo anterior, comenta que las sorpresas en la inflación se han concentrado mayoritariamente en los bienes más relacionados con el tipo de cambio, ya que los otros ítems han evolucionado acorde con lo previsto. En particular, el componente de servicios de la inflación SAE, que se estima seguirá en niveles altos dada la persistencia habitual de esta variable y el mayor al dinamismo observado en el mercado del trabajo, ha evolucionado según lo esperado.

Con todo, anticipa que la evolución de la inflación SAE hará que la convergencia hacia la meta sea más lenta, con registros anuales por sobre la banda de tolerancia por un tiempo mayor que el estimado previamente. Sin embargo, las condiciones actuales son consistentes con la convergencia de la inflación al 3% hacia fines de este año. En primer lugar, porque los efectos del mayor tipo de cambio sobre la inflación tenderán a reducirse en la medida que esta variable se estabilice. En segundo término, porque a pesar del buen dato de Imacec del mes de diciembre, el escenario sigue siendo de una actividad y demanda débiles durante la primera mitad del año 2015 y de una recuperación gradual durante la segunda. Por otra parte, a pesar de las sucesivas depreciaciones nominales, el tipo de cambio real ha tenido variaciones bastante más acotadas. Por último, las medidas alternativas de tendencias inflacionarias, que se concentran en los elementos menos volátiles o que eliminan ítems con cambios más bruscos, muestran, en general, reducciones en los registros de inflación.



En este sentido, expresa que el escenario delineado en el IPoM del mes de diciembre sigue siendo válido en lo sustancial, aunque, claramente, los riesgos al alza para la inflación han aumentado. Reitera que las condiciones externas son propicias para cambios bruscos, posiblemente temporales, en el valor de la divisa, y que la convergencia más lenta de la inflación puede terminar afectando a las expectativas, considerando especialmente que, a pesar del alza que han registrado las expectativas de inflación recientemente, las proyecciones internas de inflación de corto plazo continúan por sobre las del mercado.

Indica que en este contexto de mayor inflación y sin desviaciones de actividad respecto del IPoM, la opción de introducir recortes adicionales a la TPM no parece relevante. Por otra parte, dado que la desviación observada en la inflación no pondría en peligro la convergencia hacia la meta y que los riesgos de mediano plazo en el escenario de actividad siguen mayormente a la baja, como se mencionó en el IPoM pasado, la opción de aumentos de la tasa de instancia tampoco parece relevante.

El señor Alberto Naudon manifiesta que por las razones antedichas, y en concordancia con lo discutido en la Reunión previa y en el IPoM del mes de diciembre, la Gerencia de División Estudios propone como única opción relevante mantener la TPM en 3,00%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y no habiendo comentarios por parte del *staff*, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda Subrogante señor Alejandro Micco.

El señor Alejandro Micco inicia su exposición señalando que los últimos antecedentes disponibles para esta Reunión siguen confirmando un escenario de debilidad para la actividad económica local. En este sentido, menciona que a pesar que el Imacec se expandió un 2,9% en el mes de diciembre, por encima de lo previsto por el mercado, la situación se mantiene similar. Acota que con este dato, el PIB cerró el año 2014 con un crecimiento preliminar de 1,8%.

Indica que a lo anterior se suman las noticias divergentes por el lado de la demanda interna. En efecto, en el mes de diciembre, las ventas minoristas mostraron una cierta recuperación del consumo, en particular de su componente durable; los indicadores de comercio exterior, en cambio, volvieron a revelar un deterioro de las importaciones durante enero, con una caída cercana al 15% anual en las internaciones de bienes de consumo y de un 19% en las de capital. Añade que las expectativas de consumidores, que habían exhibido un repunte en diciembre, volvieron a deteriorarse en el mes de enero, mientras que las expectativas de empresarios se mostraron algo mejores.

Hace notar que los datos del mercado laboral dieron cuenta de un desempeño algo más positivo para el desempleo durante el trimestre móvil terminado en diciembre; que al igual que en meses anteriores, el empleo asalariado siguió creciendo por debajo del empleo por cuenta propia, aunque se observó una cierta reversión en el margen; y que los salarios mostraron un repunte en términos nominales, lo que sumado a la menor inflación del IPC contribuyó a que en términos reales mostraran un crecimiento algo más pronunciado que en el mes anterior, esto es, 2,4% versus 1,2%.

En materia de inflación, consigna que el registro del IPC del mes de enero sorprendió al mercado al alza, principalmente debido al efecto de aumentos por una sola vez en productos específicos —cigarrillos, bebidas alcohólicas y vehículos nuevos—, lo que, a su vez, llevó a la inflación subyacente a elevarse en dicho mes, impulsada por la inflación de su componente de bienes; y que si bien se observó un alza en las expectativas de inflación al cierre de este año tras la publicación del dato del mes de enero, el mercado sigue esperando un descenso en la inflación hasta ubicarse en torno al 3% en el horizonte de política.



El señor Alejandro Micco plantea que la noticia más relevante en las últimas semanas en el plano externo fue la alta volatilidad exhibida en los mercados de *commodities*. A este respecto, indica que la consolidación de un escenario de menor crecimiento para la economía china y la apreciación global del dólar, sumado a movimientos especulativos en el mercado del cobre, llevaron al metal a corregirse fuertemente a la baja, ubicándose en niveles que no se veían desde julio de 2009. Añade que en este escenario, el tipo de cambio reaccionó fuertemente al alza, cotizándose por encima de los \$630, aunque en lo reciente ha vuelto a descender.

Acota que el precio del petróleo, en tanto, exhibió un importante repunte, rebotando desde los bajos niveles observados en la última RPM.

En lo concerniente a la actividad mundial, se ha seguido consolidando un escenario de crecimiento altamente desbalanceado, donde el impulso parece depender en forma importante de la capacidad de seguir creciendo de la economía norteamericana. En este sentido, manifiesta que mientras el Banco Central Europeo anunció un nuevo plan de relajo cuantitativo ante el deterioro de las expectativas de inflación, la Reserva Federal, en su última reunión de política monetaria, mantuvo su tasa y ratificó la consolidación de la recuperación del crecimiento en Estados Unidos de América. En China, en tanto, el gobierno anunció nuevas medidas de estímulo monetario y fiscal para continuar apoyando el crecimiento económico.

Con todo, advierte que el Fondo Monetario Internacional volvió a corregir a la baja su proyección de crecimiento mundial para el 2015 y 2016 a nivel de países; y que a excepción de Estados Unidos de América, la revisión a la baja fue generalizada.

Al finalizar su intervención, expresa que si bien el alza de la inflación en los últimos meses y los riesgos de nuevas alzas en el tipo de cambio podrían hacer más lenta la convergencia de la inflación a la meta, sigue habiendo espacio para una política monetaria expansiva. Agrega que todos los fundamentos indican que en el escenario más probable, la inflación continuará su trayectoria a la baja, ubicándose en el rango de tolerancia del Banco Central en el horizonte de política, como lo señalan también las encuestas de expectativas y los precios de los activos financieros.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda Subrogante señor Alejandro Micco y al no haber comentarios del *staff*, da paso al proceso de votación de la opción planteada por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo, en primer término, la palabra al Consejero señor Pablo García.

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo los antecedentes y opiniones expresados por los personeros de la Gerencia de División Estudios en el día de hoy.

Hace presente que los antecedentes respecto del escenario doméstico indican que la actividad y la demanda han seguido el escenario del IPoM, lo que se preveía después de la significativa desaceleración del año 2014, mientras que la inflación se ha ubicado por sobre la trayectoria proyectada. Expresa que esto último se vincula en parte con el precio de los combustibles, pero también con aparentes efectos adicionales de la depreciación cambiaria, que ha sido persistente. Como se ha destacado en diversas ocasiones, señala que el ajuste macroeconómico por el que transita la economía chilena, caracterizado por una significativa desaceleración, ha tenido como correlato la depreciación real del peso; y que en este contexto, la política monetaria se ha tornado más expansiva de forma de acomodar de manera adecuada este proceso de ajuste.



Ahora bien, manifiesta que el hecho que el efecto inflacionario de la depreciación cambiaria haya sido mayor que el previsto puede estar vinculado a que la depreciación ha sido más marcada en términos bilaterales con el dólar estadounidense que en términos multilaterales. Por ello, los efectos desinflacionarios que se aprecian en la economía internacional todavía no se manifestarían en los precios domésticos, más allá de la caída del precio de los combustibles. En su opinión, la peculiar evolución de las paridades en el mundo, con el dólar de Estados Unidos de América fortaleciéndose frente a la gran mayoría del resto de las monedas, sería el elemento central de este panorama.

Hace notar que el mercado laboral ha seguido una dinámica que ha sido inesperadamente resiliente. Sin embargo, desestima que por ahora implique restricciones cuantitativamente relevantes que estén generando presiones inflacionarias subyacentes, asunto que de todos modos se deberá continuar monitoreando.

Con respecto a la decisión de hoy, manifiesta su concordancia con la visión de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la única opción plausible es mantener la TPM en 3%, votando, en consecuencia, por ello.

En términos comunicacionales, considera que es relevante destacar que el diagnóstico de política monetaria entregado en el IPoM del mes de diciembre fue transparente al no validar lo que en su momento eran expectativas privadas de muy baja inflación para este año. Por ello, la sorpresa inflacionaria frente a las expectativas privadas fue significativamente superior a la de nuestras propias proyecciones, lo que, a su juicio, también debiese quedar claro en el Comunicado.

Por último, plantea la necesidad de destacar que aunque en el último mes no se han producido grandes novedades que modifiquen nuestro escenario base del mundo, los riesgos asociados al entorno internacional siguen claramente latentes y es posible que impliquen menores perspectivas de inflación, o incluso de deflación, en zonas económicas importantes, junto con divergencias de las políticas monetarias en economías desarrolladas. Estima, por tanto, que se deberá seguir considerando con detención las implicancias de estos escenarios para el equilibrio macroeconómico en Chile y, en particular, para sus perspectivas inflacionarias de mediano plazo.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Pablo García señala que su voto es por mantener la TPM en 3% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Consejero señor Pablo García y, a continuación, concede la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el trabajo de los personeros de la Gerencia de División Estudios, con el que manifiesta concordar en todos los aspectos sustantivos expresados en las minutas de antecedentes y de opciones.

Hace presente que a nivel global, la visión que emerge de este análisis es consistente con los rasgos generales del escenario delineado en el último IPoM. En este sentido, indica que la recuperación en Estados Unidos de América se afianza, mostrando ganancias importantes en la generación de empleos, lo cual apunta a que se acerca el inicio de aumentos de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal. China, en tanto, sigue entregando señales mixtas y persisten las dudas sobre su sistema financiero, mientras las señales del resto de los países emergentes siguen siendo menos positivas que hace algunos meses, especialmente para América Latina. Por otra parte, continúa la debilidad en el crecimiento de Europa y Japón, pero podría haber sorpresas positivas en los próximos meses asociadas a la depreciación de sus monedas frente al dólar y la ganancia de términos de intercambio vinculada a la baja de los precios del petróleo.



A su juicio, en este escenario llama la atención que tensiones con Grecia no se hayan manifestado en alzas de primas de riesgo en el resto de Europa. Su impresión es que ello refleja que el impacto de un fracaso en las negociaciones tendría un efecto menor que el que se percibía en el año 2013.

En el plano local, destaca la sorpresa al alza de la inflación, que además fue acompañada de una aceleración adicional de los salarios; y que si bien la actividad también fue mayor que lo anticipado, hay factores transitorios asociados a la base de comparación —agricultura y paro portuario—, así como la entrada en vigencia de mayores impuestos a los automóviles, que hacen pensar que al menos una parte de esa recuperación es de carácter transitorio. Añade que también llama la atención positivamente la consolidación de ganancias en la creación de empleo asalariado y una mejora relevante de los indicadores de actividad asociados a la edificación.

Con todo, enfatiza que el mayor foco de preocupación es la inflación, que no solo sorprendió en el mes de enero, sino que presenta ahora una trayectoria algo mayor que la anticipada para los próximos meses, lo que retardará el regreso a la meta de 3%.

El Consejero señor Joaquín Vial, si bien concuerda con la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la única opción relevante para esta Reunión es la de mantener la TPM en 3%, estima que ha aparecido un riesgo significativo de que la inflación permanezca por un tiempo más prolongado por arriba de la meta, lo que podría requerir una acción correctiva de la política monetaria. En su opinión, ello debería quedar reflejado en el texto del Comunicado.

Atendidos los fundamentos expuestos, el Consejero señor Joaquín Vial expresa que su voto es por mantener la TPM en 3%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Consejero señor Joaquín Vial y, a continuación, concede la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención señalando que concuerda con lo consignado en la Minuta de Opciones en cuanto a que la única opción válida en esta oportunidad es la de mantener la TPM en su nivel actual.

Expresa que tres elementos sustentan dicha conclusión. En primer lugar, que la situación internacional relevante para Chile se ha mantenido sin mayores novedades respecto de lo anticipado, ya que los datos de actividad siguen dando cuenta de una recuperación en Estados Unidos de América y de un estancamiento en Europa; los precios de activos financieros siguen mostrando una alta volatilidad; la fortaleza del dólar es creciente; y los *commodities* han tendido a estabilizarse en lo último, excepto el precio del petróleo, que se ha recuperado en lo más reciente.

En segundo término, consigna que en el ámbito interno, los datos de actividad fueron superiores a lo anticipado, y si bien existen buenas razones para juzgar como transitorios algunos de los efectos observados, las cifras conocidas, junto con algunas series de demanda, sugieren cierta estabilización en la velocidad de crecimiento entre 2 y 3% durante el primer semestre. En su opinión, no siendo cifras buenas, son coherentes con lo anticipado en el IPoM del mes de diciembre. Agrega que las cifras de empleo y salarios siguen sorprendiendo, dando cuenta de un mercado laboral que mantiene un dinamismo aceptable. Expresa que todo ello sugiere la existencia de un espacio para mantener un dinamismo en la actividad y la demanda en el año 2015, como fue proyectado en dicho Informe.



Por último, manifiesta que la inflación fue bastante superior a lo anticipado por el mercado, no tanto así por lo proyectado internamente, dando cuenta mayoritariamente de que los efectos de la depreciación cambiaria han sido mayores que lo previsto. A su juicio, si bien es difícil distinguir adecuadamente la razón detrás de ello, no es descartable que una percepción de un tipo de cambio real más depreciado por un tiempo prolongado o menores holguras en el mercado laboral estén dando sustento a este mayor traspaso de la trayectoria del peso hacia la inflación.

Con todo, cree que se impone claramente la opción de mantener la TPM ante cualquier opción alternativa. Asimismo, en su opinión, queda en evidencia que no se avizora en un futuro cercano la opción de bajar la TPM.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la TPM en 3% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Consejero señor Sebastián Claro y, a continuación, concede la palabra al Vicepresidente señor Enrique Marshall.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión de Política Monetaria.

Señala que las noticias del último mes reafirman los lineamientos de nuestro escenario base y sus riesgos.

En efecto, la economía global sigue sustentada, en buena medida, por el buen desempeño de Estados Unidos de América y por el desenvolvimiento de China, donde los ajustes a las proyecciones de crecimiento se han mantenido dentro de rangos acotados.

Europa continúa mostrando una marcada debilidad y una muy baja inflación, lo que ha llevado a la adopción de nuevas medidas monetarias, intensificando con ello la divergencia con Estados Unidos de América. A ello se agrega que los riesgos políticos presentes en esa región no se han despejado, si bien sus efectos hasta ahora han sido acotados. Por su parte, las economías emergentes, con variantes, siguen reflejando bastante debilidad en su desempeño. A su juicio, la preocupación sigue focalizada en aquellas con fundamentos deteriorados.

Añade que los mercados financieros no han deparado sorpresas importantes, que el dólar ha vuelto a reflejar fortaleza, mientras que las materias primas han experimentado fluctuaciones, destacándose una importante recuperación en el precio del petróleo.

En lo que respecta al ámbito interno, indica que el cuadro de debilidad que afecta a la actividad y la demanda no ha cambiado en lo sustancial, pero se confirma una tendencia a la estabilización de las tasas de crecimiento, lo que constituye una buena noticia.

Expresa que el foco de atención se ha desplazado hacia la inflación. Sobre el particular, manifiesta que el último registro mensual sorprendió al alza y que el efecto del menor precio de los combustibles no fue suficiente para compensar la presión alcista proveniente de otros rubros, lo que pone de relieve que la trayectoria inflacionaria en adelante no está exenta de riesgos. Si bien el diagnóstico de una inflación anual que converge a la meta no ha cambiado, considera que la trayectoria de corto plazo conlleva riesgos que no se pueden desconocer. En su opinión, lo más probable es que la aproximación a la meta sea más lenta que lo anticipado, razón por la que la trayectoria de la inflación requerirá de un atento seguimiento en los próximos meses, lo que incluye, por cierto, el monitoreo de sus determinantes de corto plazo y, particularmente, de la dinámica salarial.



En este contexto, considera difícil levantar una opción de política que no sea la de mantener la TPM, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que el escenario que enfrentamos presenta una trayectoria para la actividad similar a la visualizada con antelación, con una inflación algo más alta en el corto plazo, pero que converge siempre a la meta en el horizonte de política. En estas circunstancias, lo recomendable, en su opinión, es reafirmar la orientación de la política.

Plantea que la TPM se ubica en un nivel que, en lo grueso, es coherente con las condiciones externas y el estado de la economía interna; que los antecedentes disponibles no le parecen suficientes para sugerir o anticipar un próximo movimiento; y que la preparación del IPoM brindará una buena oportunidad para revisar nuestro diagnóstico y entregar señales más precisas sobre los próximos pasos.

Destaca, además, que el sector privado ha ido asumiendo nuestro diagnóstico y, consecuentemente, ha eliminado del horizonte los recortes que esperaba para los próximos meses. Luego, cambiar abruptamente las señales de política puede introducir un ruido alto en la formación de expectativas.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 3%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece el planteamiento expuesto por el Vicepresidente señor Enrique Marshall e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis consignado precedentemente.

En lo concerniente al escenario externo, manifiesta que se mantiene, en líneas gruesas, el panorama descrito en el último IPoM; que persisten las incertidumbres asociadas a Europa —con Grecia en el centro de atracción—, a Ucrania y a la posibilidad de una mayor desaceleración china; y que, por otra parte, se consolida la fortaleza de la economía de Estados Unidos de América, así como la baja inflación en el mundo desarrollado y en una parte relevante del mundo emergente.

En lo interno, menciona que el Imacec del mes de diciembre fue superior al esperado, pero es posible que haya contenido elementos puntuales. Asimismo, que es interesante hacer notar que la baja persistente en las proyecciones de crecimiento para este año, que se había observado durante todo el año pasado, ha dado paso a una estabilización y, en el margen, a un aumento en dichas proyecciones hacia cifras más consistentes con las estimaciones del IPoM.

Agrega que el desempleo se mantiene bajo, aunque hay mayor debilidad en la creación de empleo privado, y que los salarios mantienen su dinamismo.

Expresa que la mayor preocupación dice relación con la inflación. En este sentido, consigna que ha sido superior a lo esperado por el mercado, estimándose que su convergencia hacia la meta tardará más de lo proyectado hace unos meses. Además, la sorpresa en la inflación subyacente ha sido relevante y su variación en doce meses ha seguido aumentando, con lo que se sitúa en forma significativa por sobre la parte alta del rango de tolerancia del Banco Central. Así, plantea que los bajos registros mensuales recientes de la inflación efectiva, aunque mayores que los esperados, han estado fuertemente influenciados por la baja en el precio de los combustibles.



Hace presente que este comportamiento de la inflación se relaciona fundamentalmente con el tipo de cambio. En efecto, la depreciación del peso ha sido mayor y más persistente que lo originalmente esperado. Más aún, más allá de la usual volatilidad de esta variable, el mercado espera que el tipo de cambio se mantenga en estos niveles por un período prolongado. En su opinión, ello diferencia este episodio de otros en que la depreciación fue más bien un fenómeno transitorio. Añade que también dice relación con que el coeficiente de traspaso ha estado en la parte superior a lo visto en oportunidades previas; y que ello puede estar relacionado a una brecha menor que la estimada, que es más consistente con la evolución de indicadores del mercado laboral, como el desempleo y los salarios.

Aunque todo indica que la inflación irá gradualmente convergiendo a la meta de 3%, entre otros elementos por la ampliación de la brecha y la baja inflación internacional, plantea que los hechos recién descritos llevan naturalmente a mayor cautela en política monetaria. Destaca que esta ha hecho una contribución significativa a la recuperación de la economía, inyectando un estímulo muy relevante en el momento adecuado. Más aún, las tasas de interés de largo plazo siguen muy bajas, con aquellas en UF marcando nuevamente récords históricos. No obstante, todo el análisis previo implica que no se vislumbra más espacio a un mayor estímulo monetario, al menos por un tiempo.

En este escenario, manifiesta su concordancia con la visión de la Gerencia de División Estudios en el sentido que bajar la tasa de interés no está en el menú de opciones dada la inflación y sus perspectivas; y que subirla no es consistente con el estado cíclico de la economía y con las proyecciones que la inflación irá convergiendo, aunque gradualmente, a la meta.

Por los motivos antedichos, el Presidente señor Rodrigo Vergara indica que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 3,0% anual y el sesgo neutral del último Comunicado, haciendo una mención especial a las sorpresas inflacionarias.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia de que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros mantener la Tasa de Política Monetaria en 3,0% anual.

Conforme a la votación unánime efectuada por los señores Consejeros, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

N° 219-01-150212 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,0% anual.

Al concluir la Reunión, se procede a dar lectura al texto del Comunicado, que es del siguiente tenor:

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

En el ámbito externo, destacaron el anuncio de un programa de relajamiento cuantitativo en la Eurozona y los mayores estímulos monetarios en varias economías desarrolladas. Con algunas excepciones, los precios de los productos básicos se incrementaron. El cobre se cotiza en valores similares a los del mes previo. Las condiciones financieras internacionales para las economías emergentes no presentaron cambios apreciables. El dólar continuó fortaleciéndose.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 219
Página 22 de 22

La inflación de enero sorprendió al alza, destacando el alto registro del indicador subyacente. En el escenario más probable, la inflación anual se mantendrá algunos meses por sobre el límite superior del rango de tolerancia, evolución que se seguirá monitoreando con especial atención. Las expectativas de inflación de mediano plazo permanecen en torno a 3%. Los antecedentes respecto de la actividad y la demanda sugieren tasas de crecimiento similares a las contempladas en el IPoM de diciembre. Por su parte, la tasa de desempleo se redujo y los salarios nominales mantuvieron su dinamismo. Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 16:50 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ALEJANDRO MICCO AGUAYO
Ministro de Hacienda (S)



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe